

## Rentabilidad, solvencia y concentración del sector seguros español

Daniel Manzano\*

**El sector seguros ha exhibido un comportamiento mucho más robusto que el bancario durante la crisis. No obstante, a pesar de que su rentabilidad media se ha mantenido por encima de los dos dígitos, define una tendencia claramente a la baja, fundamentalmente como consecuencia del escenario de tipos reducidos con el que estamos conviviendo en estos últimos años. Este factor presionará aún la rentabilidad del sector durante algunos años, especialmente por el impacto que tiene en la cartera de inversiones del ramo de vida. A pesar de todo, los niveles de rentabilidad del sector en España se siguen comparando muy favorablemente con los de sus homólogos europeos. También en solvencia ha reforzado significativamente su posición y, globalmente, contrasta de manera positiva frente a la media europea y con la que definen los principales países, con la excepción de Alemania. Como ha ocurrido en general en el sector financiero, también ha tenido lugar un proceso de concentración del sector, aunque con mucha menor intensidad que en el bancario. Dicha concentración ha sido mayor en el ramo de vida, muy asociado al propio proceso de concentración del sector bancario, que constituye la principal red de distribución de este tipo de seguros. Es previsible que persista dicho proceso, por la integración de las entidades pequeñas y muy pequeñas.**

Como ya tuvimos ocasión de destacar en un artículo anterior (Manzano, 2017), las cuentas del sector seguros se comparan muy favorablemente respecto de las de su hermano mayor en España, el sector bancario. El gráfico 1, que enriquecido y actualizado volvemos a reproducir, es bien ilustrativo al respecto. Actualmente, e incluso asumiendo una cierta “normalización” del sector bancario

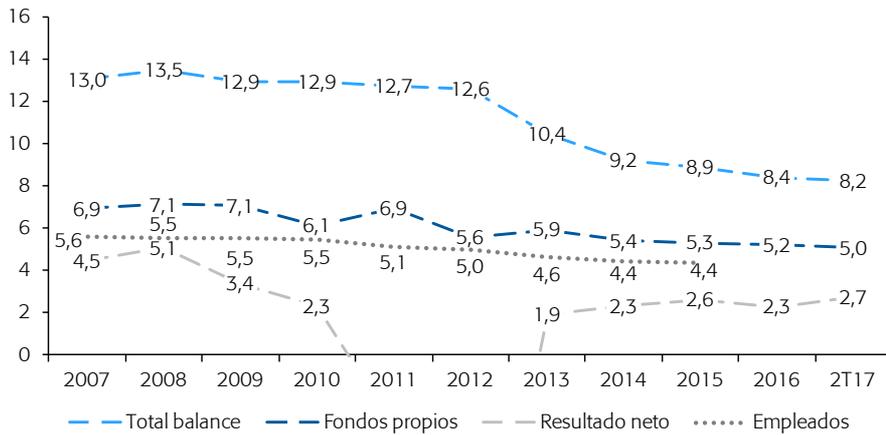
(excluimos los recientes impactos adversos del Banco Popular) se da la siguiente circunstancia: para generar en torno a dos veces y media los resultados del sector seguros por sus negocios en España, la banca requiere un tamaño de balance ocho veces mayor, cinco veces más volumen de fondos propios y en torno a cuatro veces y media más de empleos directos. Además, ahora la banca

\* Afi-Analistas Financieros Internacionales, S.A.

Gráfico 1

### Magnitudes de la banca sobre el sector seguros

(Número de veces)



Fuentes: Afi a partir del Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

genera solo dos veces y media los resultados del sector seguros (en ambos casos por sus negocios en España), cuando antes de la crisis generaba cinco veces más.

ronda el 10%, sea ahora algo más del doble que la de la banca, tal y como acredita el gráfico 2.

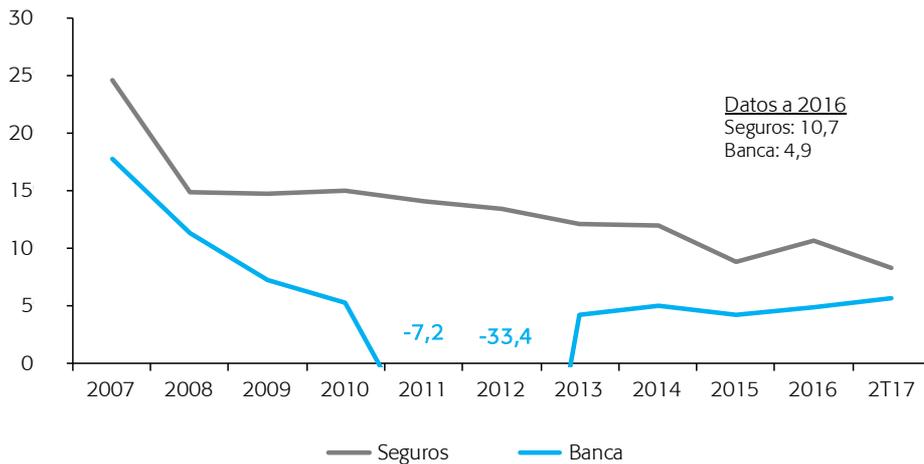
En todo caso, no es menos cierto que, a pesar del buen comportamiento relativo del sector seguros, su rentabilidad también se ha visto comprimida a lo largo de esta última década. Llegó a ser

No es extraño por consiguiente que la rentabilidad del sector seguros, que en términos de ROE

Gráfico 2

### Rentabilidad comparada de la banca y del sector seguros\*

(ROE en porcentaje)



Nota: \*Último dato disponible anualizado. Los resultados del sector bancario están influenciados por las pérdidas extraordinarias del Banco Popular tras los saneamientos, por lo que no se ha tenido en cuenta en el análisis realizado.

Fuentes: Afi a partir del Banco de España y Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP).

del 25% en 2007 y se mantuvo en el 15% hasta 2011, pero actualmente, en estos últimos años, trata de defender niveles de dos dígitos. Las causas son diversas, pero es bastante claro que en los últimos ejercicios ha tenido un peso singular la caída de la rentabilidad de sus inversiones. En ello está impactando el extraordinario escenario de bajos tipos de interés con el que estamos viviendo<sup>1</sup>.

En nuestro presente análisis, además de profundizar en la descomposición de los resultados del sector por sus negocios en España (tanto para el total, como para los de los ramos de vida y no vida), ponemos en contraste frente a sus homólogos europeos su nivel de rentabilidad y solvencia, así como la dinámica de concentración que se está produciendo.

## **Inversiones menos rentables, pero ROE y solvencia del sector todavía robusta**

Los resultados del sector seguros tienen un origen dual. Por un lado, el denominado margen técnico resulta de considerar los ingresos por primas y la siniestralidad de las contingencias cubiertas. Por otro, el margen financiero resulta de la gestión de sus inversiones. Con el fin de evaluar la relevancia de una u otra fuente en el comportamiento reciente, en el gráfico 3 se refleja para cada ejercicio de los últimos cuatro años la contribución a la cuenta de resultados sectorial de los grandes epígrafes (ingresos por primas, resultado de las inversiones, siniestralidad y gastos de explotación), todos ellos con su signo apropiado. También el resultado total, expresado como beneficio antes de impuestos (BAI), que representamos en la línea gris.

Como puede advertirse, el margen del negocio de no vida presenta un crecimiento relativamente estable y moderado, al igual que lo hace el comportamiento de las primas y la siniestralidad en el

conjunto del periodo. A ello hay que sumar una aportación ligeramente decreciente de los resultados financieros en los últimos tres años, si bien su peso es relativamente pequeño (poco más de mil millones de euros de los casi tres mil millones que aproximadamente viene ganando de forma robusta este subsector).

---

*En ausencia de notables crecimientos en el volumen de primas de negocio de vida, el lastre que supone el escenario de prolongados bajos tipos de interés va a seguir presionando los resultados del negocio de vida y, por consiguiente, la rentabilidad del conjunto del sector seguros.*

---

Por su parte, el resultado global del negocio de vida ha definido en estos años (salvo por el repunte de 2016) una marcada tendencia a la baja. Ha sido paralela en este caso a la ininterrumpida caída de los resultados financieros (7,3 mil millones de aportación en 2016, cayendo desde los 8,7 mil millones que aportaban en 2013) desde entonces, que en este caso tienen un peso relativo sobre el total mucho mayor. Nótese que las carteras de inversión de este subsector son mucho mayores que las del negocio de no vida como consecuencia del proceso de acumulación de las primas cobradas (ahorro) que se produce en este ramo.

Destaca, sin embargo, que el BAI de 2016 repuntó significativamente, lo que estuvo motivado por el excepcional crecimiento de las primas en este ejercicio<sup>2</sup> excediendo de manera notable la siniestralidad imputada en el ejercicio. Sin dicho fenómeno, el BAI de este subsector (que recuperó niveles superiores a los dos mil millones del año anterior, cifra inferior a la aportación del negocio de no vida) hubiese caído adicionalmente por el adverso comportamiento de los resultados financieros<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Esto ya fue objeto también de atención en un artículo anterior publicado en esta misma revista: Galdeano y Aumente (2016).

<sup>2</sup> Fenómeno singular localizado en pocas entidades que concentraron el fuerte crecimiento de productos de vida-ahorro, rentas vitalicias y temporales fundamentalmente, cuyo crecimiento no tiene visos de repetirse en tal intensidad.

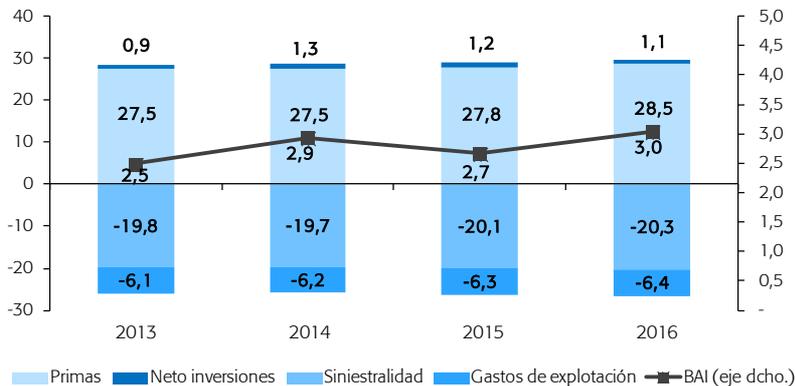
<sup>3</sup> De hecho, sirven para compensar el margen negativo que arroja en este subsector el denominado "resultado técnico".

Gráfico 3

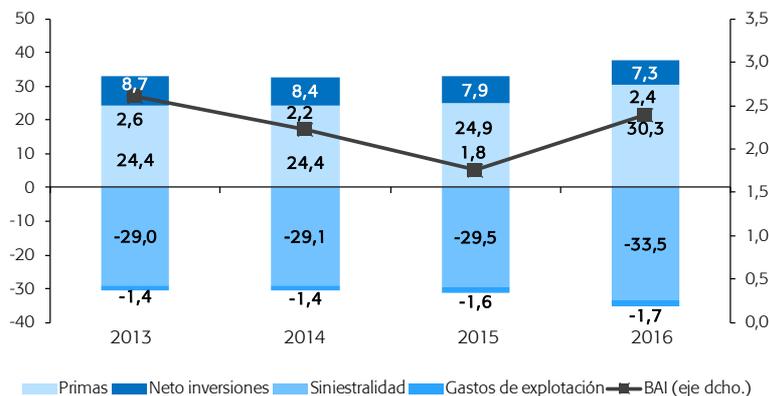
### Descomposición de la cuenta de resultados del sector seguros por sus negocios en España

(Miles de millones de euros)

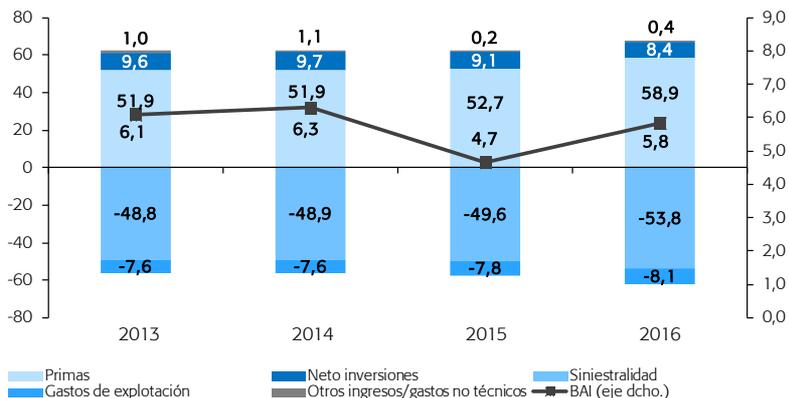
3a - Cuenta de resultados negocio No Vida\*



3b - Cuenta de resultados negocio Vida\*\*



3c - Cuenta de resultados negocio Seguros



Notas: \*No vida: Crecimiento estable y moderado de primas, siniestralidad, gastos explotación y resultados.

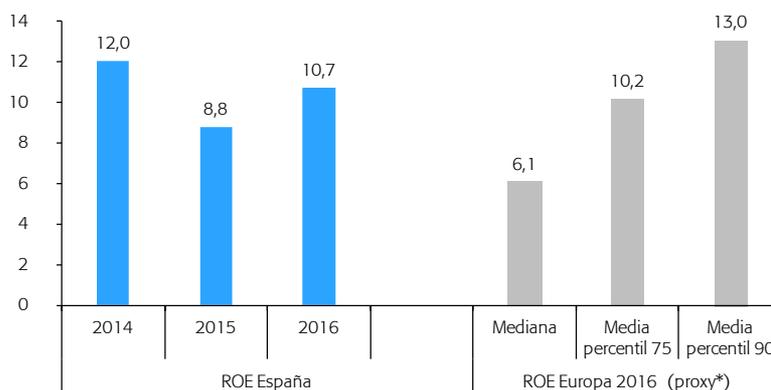
\*\*Vida: Reducción sistemática de resultados financieros que se traslada a los resultados. Dinámica excepcional de primas-siniestros en 2016.

Fuente: Afi a partir de datos de DGSFP.

Gráfico 4

### Rentabilidad del sector asegurador España vs. Europa 2016

(ROE en porcentaje)



Nota: \*Proxy ROE Europa utilizado por EIOPA, medido como ROE del exceso de activos sobre pasivos Solvencia II (114 observaciones).

Fuentes: Afi a partir de DGSFP y European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA).

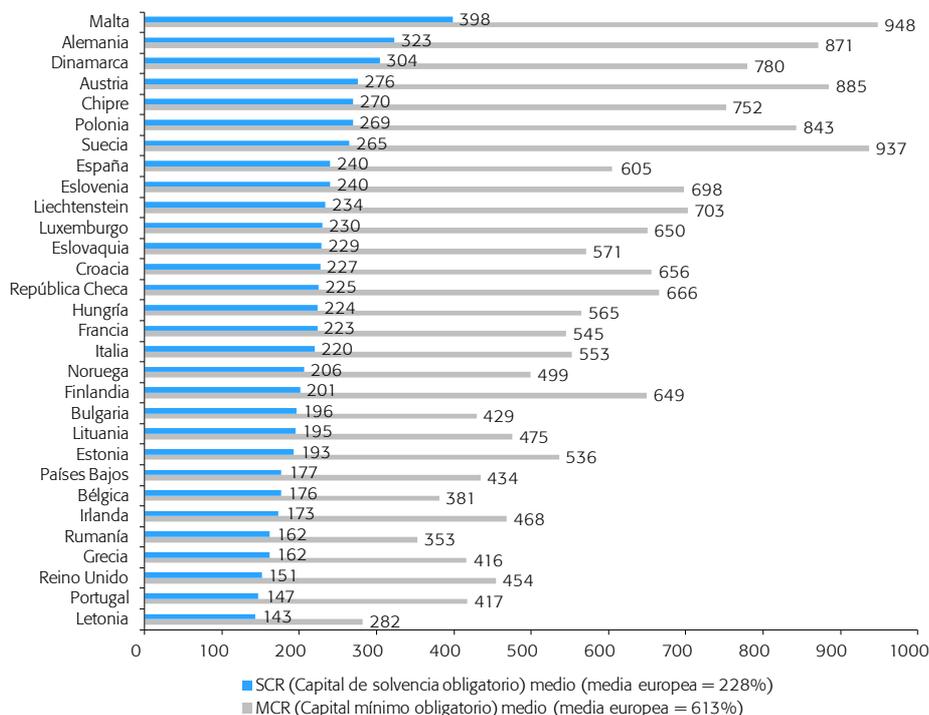
En otras palabras, parece evidente que en ausencia de notables crecimientos en volumen de las primas del negocio de vida (como el que se

observó en 2016), el lastre que supone el escenario de prolongados bajos tipos de interés va a seguir presionando los resultados del negocio de

Gráfico 5

### Solvencia del sector asegurador en Europa por países, 2016

(En porcentaje)



Fuente: Afi a partir de EIOPA.

vida y, por consiguiente, la rentabilidad de este subsector y la del conjunto del negocio de seguros en definitiva.

---

*El sector seguros español goza, globalmente, de una posición de fortaleza relativa en términos de solvencia, con una ratio del 240% que excede a la media europea (228%) y a la de los otros grandes países europeos salvo Alemania.*

---

No es menos cierto en todo caso, a pesar de la tendencia declinante de la rentabilidad, su contraste positivo con la del conjunto de la industria europea como ilustra el gráfico 4. El ROE del 10,7% del ejercicio completo de 2016 supera significativamente el 6,1% de la mediana del sector en Europa. De hecho, excede incluso el 10,2% que representó la referencia para el percentil 75%.

Y esto además, en un contexto en el que el sector español goza, globalmente, de una posición de fortaleza relativa en términos de solvencia como se observa en el gráfico 5. Su ratio de solvencia del 240%, excede la ratio media europea del 228% y también, salvo la de Alemania, las de los otros grandes países europeos.

## Todavía moderada concentración del sector

El aumento de la solvencia y la tendencia a una reducción moderada de la rentabilidad del sector ha sido pareja a un proceso de concentración que, en cualquier caso, es mucho más contenido que en el sector bancario. Obsérvese el gráfico 6 en el que se contrasta para las industrias de la banca y de seguros tanto el índice C5 (cuota de mercado agregada de los cinco primeros grupos) y el tradicional índice de Herfindahl.

La reducción casi a la mitad del número de entidades operantes en el sector bancario y el aumento de cuota de 20 puntos porcentuales de

las cinco mayores entidades<sup>4</sup> son un exponente claro (el mayor de los cuatro grandes países de la eurozona) de ese proceso de concentración bastante generalizado. Sin embargo, en el caso de la actividad de seguros el proceso de concentración está lejos de ser tan intenso. La mucha mayor capacidad de encaje que ha tenido frente a la banca durante la crisis, manteniendo rentabilidades sustancialmente más altas, lo explica parcialmente. El aumento de concentración basado en el índice C5 ha sido de 12 puntos porcentuales de cuota, desde el 35% al 47%. El índice de Herfindahl comparado no hace sino ratificar esa muy diferente velocidad de la concentración en uno y otro sector.

También es significativo en el sector seguros que el proceso de concentración ha sido mucho más acelerado en el ramo de vida frente al de no vida, como pone de manifiesto el gráfico 7. El hecho de que el canal preponderante de distribución de los seguros de vida sea ahora la mucho más concentrada red bancaria es suficientemente explicativo de este comportamiento dual. El incremento de 12 puntos porcentuales mencionado es consecuencia fundamentalmente de la expansión y aumento de la concentración en el ramo de vida, cuyas cinco primeras entidades acaparan el 60% de la cuota de mercado de dicho ramo, casi 20 puntos porcentuales más que en 2006.

Es significativo, por otra parte, que ese aumento de la concentración dentro del mercado español

---

*Los condicionantes de entorno del sector van a propiciar una reducción significativa del actual censo de entidades, con la desaparición de las entidades más pequeñas.*

---

haya ido en paralelo a cambios tan sustanciales en el *ranking* de entidades como los que se muestran en el cuadro 1. En buena medida es consecuencia de la propia reestructuración y concentración del sector bancario (a través de cuya red se distribuyen mayoritariamente los seguros de vida) y de los propios acuerdos de banca-seguros que se habían desarrollado

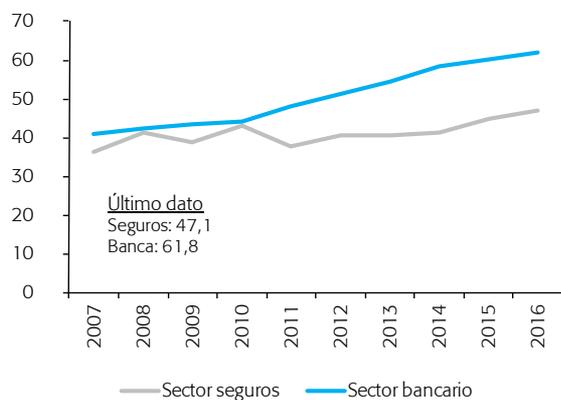
<sup>4</sup> Cerca de 30 puntos porcentuales si tenemos en cuenta la absorción del Banco Popular por el grupo Santander en 2017.

Gráfico 6

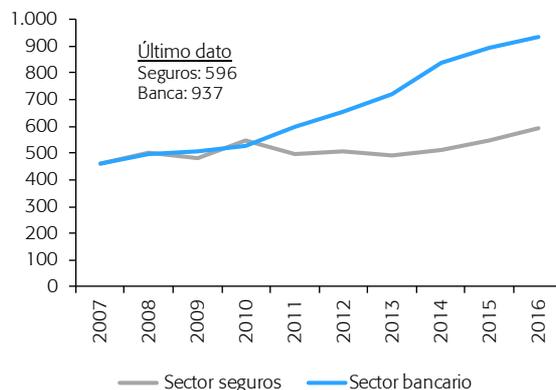
### Evolución de los índices de concentración en seguros vs. banca

(En porcentaje)

Concentración índice C5



Concentración índice de Herfindahl



Fuentes: Banco Central Europeo, EIOPA y Afi.

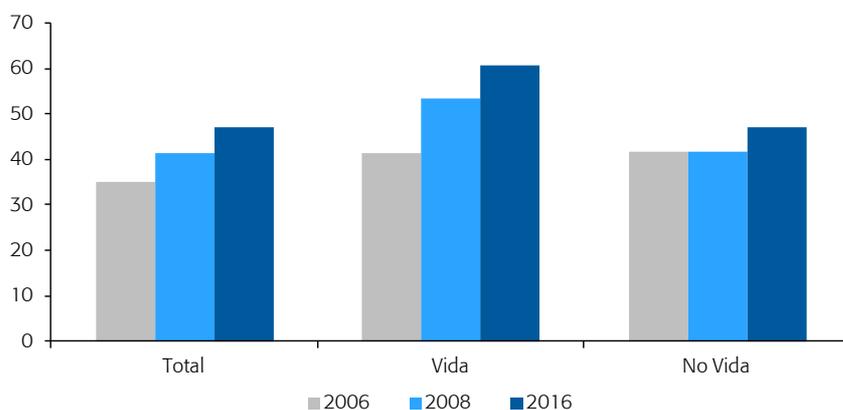
previos a la crisis, pero también es muestra de la apuesta de entidades específicas como “la Caixa” por el negocio de vida o de Mutua Madrileña por el negocio de no vida, en este último caso incluyendo adicionalmente su crecimiento inorgánico.

De cara al futuro, persisten factores que con toda probabilidad van a seguir favoreciendo el proceso de concentración del sector; en particular el escenario prolongado de bajos tipos, los costes que imponen la creciente presión regulatoria, la transformación exigida por nuevas tecnologías y el propio aumento

Gráfico 7

### Índice de concentración C5 del mercado de seguros español

(En porcentaje)



Fuentes: Afi a partir de los datos de Investigación Cooperativa entre Entidades Aseguradoras y Fondos de Pensiones (ICEA).

Cuadro 1

**Ranking de entidades aseguradoras por sus negocios en España**

(Cuota sobre primas captadas, porcentaje)

2006			2016		
1	Mapfre	13,5	1	VidaCaixa	14,9
2	Axa	6,7	2	Mapfre	10,5
3	Allianz	5,0	3	Zurich	8,7
4	Generali	5,0	4	Mutua Madrileña	7,4
5	Santander	4,9	5	Allianz	5,6
<b>TOTAL</b>		<b>35,1</b>	<b>TOTAL</b>		<b>47,1</b>

Fuente: ICEA.

de los niveles de competencia. Ahora bien, lo que sin duda van a propiciar todos estos condicionantes de entorno es una reducción significativa de las entidades más pequeñas, aún muy numerosas en la actualidad. Es muy probable que el proceso de concentración continúe, pero sobre todo que persista la reducción del actual censo con la desaparición de estas entidades pequeñas y muy pequeñas.

DIRECCIÓN GENERAL DE SEGUROS Y FONDOS DE PENSIONES, DGSFP (2017), *Informe de Seguros y Fondos de Pensiones 2016*, Ministerio de Economía, Industria y Competitividad.

EIOPA (2017), *Annual Report 2016*, Publications Office of the European Union, Luxemburgo.

GALDEANO, I., y P. AUMENTE (2016), "El impacto de los bajos tipos de interés en el sector seguros", *Cuadernos de Información Económica*, 254, septiembre: 61-66.

MANZANO, D. (2017), "Los seguros y los bancos españoles en contraste", *Cuadernos de Información Económica*, 259, julio-agosto: 67-72.

**Referencias**

BANCO CENTRAL EUROPEO (2017), *Financial Stability Review*.

BANCO DE ESPAÑA (2017), *Informe Anual 2016*, Madrid.